

传化股份 (002010.SZ)

物流行业

评级: 买入 维持评级

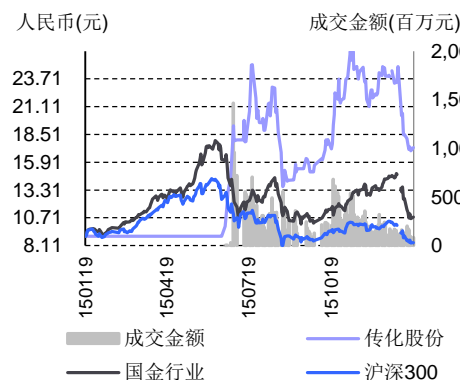
公司点评

市场价格(人民币): 17.27元
 目标价格(人民币): 25.00-27.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	412.83
总市值(百万元)	56,262.46
年内股价最高最低(元)	26.28/9.00
沪深300指数	3130.73
深证成指	10155.96



相关报告

- 《政策支持公路港建设, 线上交易量处于爆发期-传化股份公司点评》, 2015.12.30
- 《枢纽公路港+物流大平台, 打造智慧物流巨头-传化股份公司研究》, 2015.12.2

戴亚雄

联系人
 (8621)61038274
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

打造公路物流网络运营系统, 线上交易量爆发

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.354	0.435	0.129	0.035	0.170
每股净资产(元)	3.61	3.78	1.56	1.55	1.67
每股经营性现金流(元)	-0.42	0.69	0.14	0.21	0.31
市盈率(倍)	28.06	20.84	181.49	666.54	137.29
行业优化市盈率(倍)	25.48	28.80	44.46	44.46	44.46
净利润增长率(%)	11.83%	22.97%	70.68%	-72.77%	385.50%
净资产收益率(%)	9.81%	11.52%	8.26%	2.27%	10.23%
总股本(百万股)	487.98	487.98	2,810.86	2,810.86	2,810.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 近期市场大幅波动, 我们中期坚定看好公司的发展, 在此再次梳理对公司发展模式的理解。

评论

- 公路港网络建设受到政策大力支持, 未来有自营建设、并购、以及加盟等三种方式: 公司的公路港模式成为行业典范, 2013年国家发改委、工信部、国土资源部、住建部、交通运输部五部委联合发文要求推广, 2015年被发改委列为物流信息平台工程的重点项目。近期, 国开发展基金将为传化物流的公路港建设提供专项资金, 共6.7亿元, 使用期限长, 利率低, 使用期限为10年或15年, 平均年化固定收益率均最高不超过1.2%。预计未来公路港建设, 自营建设的约20个, 并购数量约30个, 剩下的采用加盟模式, 考虑政府补贴与地价优惠等, 资金压力小于市场预期。
- 线上交易量处于爆发期, 2016年有望达到1000亿元: 公司积极加强线上平台培育, 推动线下向线上转化, 会员活跃率提升。易配货(更名为陆鲸), 每月的信息发布量已超过50万条, 线上会员发展到86.5万。易货网, 从2015年年初每日成交10笔订单发展到平均每日成交300多笔订单。运宝网交易额, 2014年200亿, 预计2015年能达到600亿(2015年7月时预测2015年为400亿), 预计2016能达到1000亿, 乐观估计能达到1200亿。公司计划于2017年下半年开始对线上交易抽佣, 届时业绩会加速释放。
- 行业天花板远未达到, 未来利润有望达到数十亿元级别: 公路货运标准化程度低, 信用机制不完善, 集聚车主与货主需要强大的线下能力。面对万亿级公路物流行业, 作为行业整合者的传化股份, 公路港10枢纽+170基地全国布局, 三大线上平台打造智慧物流, 交易抽佣和物流金融服务具有巨大空间。

投资建议

- 我们看好公司线下公路港实体网络+线上互联网物流平台的模式。前期投入较大, 但同时线上交易量处于爆发期, 给予买入评级。

风险

- 公路港建设与盈利不达预期, 互联网物流平台推广和盈利不达预期。

线下公路港+线上互联网平台，打造公路物流网络平台

公司致力于打造公路物流网络运营系统，受政策大力支持

- 传化股份现在包含两大主营业务，分别是化工和物流。传化股份是国内系列最全、品种最多、规模最大的专用化学品系统集成商之一，是集团的上市平台。此次集团的物流资产注入公司，标的资产作价 200 亿元。
- 传化物流首创公路港模式，致力于打造“物流+互联网+金融服务”为特征的中国公路物流新生态。

线下构建以区域城市共享平台为核心的实体公路港网络，线上打造以“易配货”（更名为陆鲸）、“易货嘀”、“运宝网”为核心的互联网物流平台，形成有支付/金融闭环的共享信息服务系统，以系统性解决中国公路物流短板问题，提升公路物流效率，降低公路物流成本。

图表 1：传化物流致力于打造公路物流网络运营系统



来源：公司公告，国金证券研究所

- 未来打造 10 枢纽+170 基地的实体公路港网络。

传化物流将在全国公路运输关键节点选取 10 大交通枢纽以及 170 个全国性重点基地，拟建设运营公路港，预计到 2022 年，形成全国性的公路港实体网络，实现货物与车辆的集聚与匹配。目前有 6 个公路港在全面运营，15 个公路港正建，80 个公路港与相关城市签约落地，2016 年底，将运营 20 多家公路港。

- 公司属于重资产形式，轻资产本质。未来公路港建设有 3 种方式，自营建设、并购、以及加盟模式。预计未来，自营建设的约 20 个，并购数量约 30 个，剩下的采用加盟模式。

公路港建设，公司也会采用外包或收购的模式，提供基础功能，参与管理。大的公路港枢纽成本约 3~5 亿元，国家有相应政策支持，有 5000 万补贴，并有贷款支持。例如近期合作协议，国开行将提供共 6.7 亿专项资金支持建设公路港，利息 1% 多一点，第八年开始还款。此外，在每个城市，政府会把公路港作为城市基础设施，地价相对便宜，公司还可以获得一些创新基金支持。总体来看，每个公路港公司总投入不超过一个亿，模式也包括与当地企业分享股权。

近期，传化物流与淄博鲁中公铁投资 1 亿元合资设立淄博传化金泰公路港物流有限公司，公司以现金出资，占注册资本 51%，合资公司经营普通货运、货运代理、货物配载信息咨询、仓储服务等。

- 传化物流首创的“公路港”模式受到政策鼓励支持，2013 年国家五部委发文推广公路港物流经验，2015 年被列入现代物流重大工程重点项目，并得到国开行的专项资金支持。

政策大力支持公司公路港建设，国开发展基金提供的资金使用期限长，利率低。2015 年年底，公司与国开发展基金有限公司签署合作协议，国开发展基金有限公司提供 5.7 亿元专项建设资金给传化物流，并分别提供给贵州传化公路港、遵义传化公路港各 5000 万元专项建设资金，共 6.7 亿元，用于公路港项目建设。国开发展基金有限公司是国开行全资子公司。

本次国开发展基金提供传化物流的专项建设资金使用期限为 15 年，提供给贵阳传化公路港、遵义传化公路港的专项建设资金使用期限为 10 年，平均年化固定收益率均最高不超过 1.2%。

业务模式：基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑

- 传化物流以“个体货运司机”、“物流企业”、“货主企业”三大公路物流主体为服务对象，以基础设施网络、诚信体系、整合与标准化作为三大支撑，围绕“物流价值链”与“增值服务价值链”构建自身业务产品线。

实体公路港形成物流基础设施网络，实现货物与运力的集聚与匹配。诚信体系为物流交易提供安全保障。“整合与标准化”是提升物流质量与规模的前提。

图表 2：传化物流业务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

三大线上平台，实现交易场景全覆盖

- 易配货（更名为陆鲸）定位于“长途干线平台与司机生活入口”，主要针对 200 公里以上的干线配货市场，满足货运委托人及长途货运司机“配货、消费、社交”需求。目前，易配货已经实现货运信息发布、成交担保、在线支付、车队管理、讯息传送及商户信息查询及优惠券下载等功能。
- 易货嘀定位于“同城货运配送平台”，主要针对 50 公里以内的同城运输市场，满足货运委托人“最前一公里”和“最后一公里”的集货和配送需求。目前，易货嘀已经实现货运信息发布、标准定价、成交担保、在线支付等功能。

- 运宝网定位于“物流企业与货主企业的综合交易平台”，主要针对 200 公里以上的省际干线及省内支线运输市场，满足发货人与承运人之间货源及运力的匹配需求。目前，运宝网已经实现在线预订货运服务、货物跟踪、运力调度等功能。
- 针对细分市场需求，三大线上平台实现了交易场景的全覆盖。
 - 易配货（更名为陆鲸）通过深度的运价谈判机制来提升对长途货运司机的调度能力，形成全国统一的运力池。
 - 运宝网通过线上货运服务的预订和对整个货运资源的共享与整合，缩短货运链条，提升货运效率。
 - 易货嘀致力于解决“最前一公里”及“最后一公里”的问题，未来更将对接和打通海陆空多式联运，形成公路物流高效、立体的服务体系。

图表 3：三大线上平台实现交易场景全覆盖



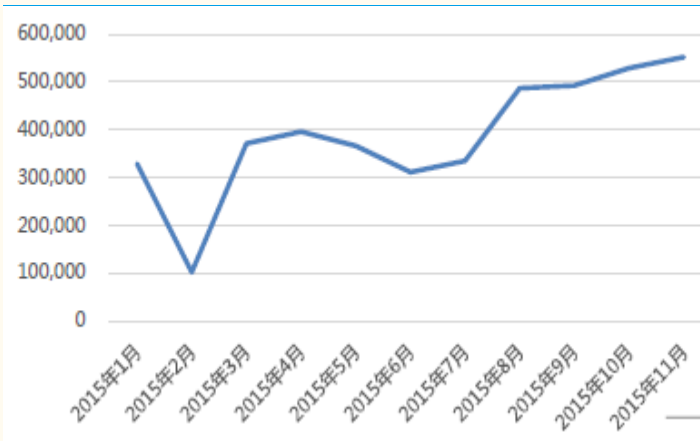
来源：公司公告，国金证券研究所

线上交易量处于爆发期

三大互联网平台加速发展，线上交易量处于爆发期

- 易配货（更名为陆鲸），每月的信息发布量已超过 50 万条，传化物流平台上目前总共有约 200 万司机会员，其中线上会员目前已发展到 86.5 万，2015 年三季度环比二季度增长 125%。
- 易货嘀，2015 年从年初每日成交 10 笔订单发展到平均每日成交 300 多笔订单，成交量呈逐月上升趋势。
- 运宝网，2015 年交易额，二季度环比一季度增长 445%，三季度环比二季度增长 51%，2015 年 1-11 月累计交易额约 591 亿元。2015 年 11 月，运宝网的月运单量超过 120 万单。
- 线上交易量处于爆发期，2016 年有望达到 1000 亿元：公司积极加强线上平台培育，推动线下向线上转化，会员活跃率提升。线上平台运费交易额，2014 年 200 亿，预计 2015 年能达到 600 亿（2015 年 7 月时预测 2015 年为 400 亿），预计 2016 年能达到 1000 亿，乐观估计能达到 1200 亿。公司计划于 2017 年下半年开始对线上交易抽佣，届时业绩会加速释放。

图表 4：陆鲸（易配货）信息发布量（条）



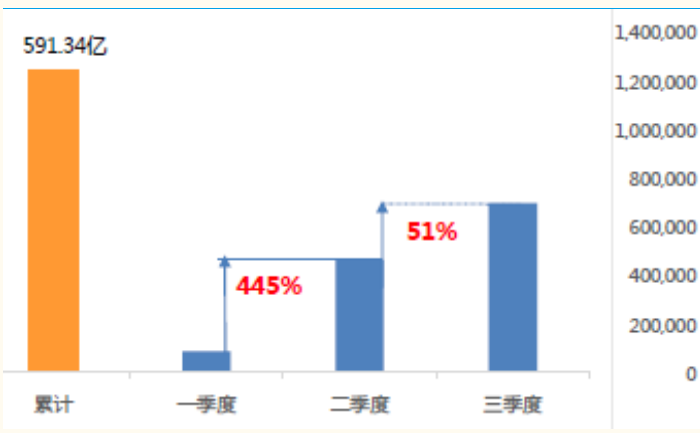
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：易货嘀运单量（单）



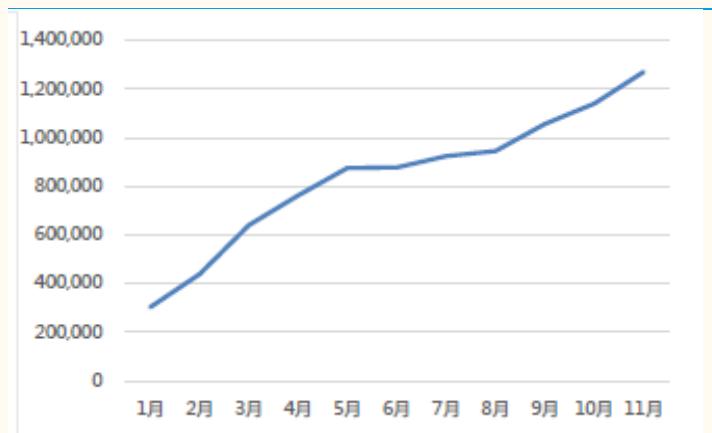
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：运宝网交易量（亿元，2015.11）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：运宝网的运单量（单）



来源：公司公告，国金证券研究所

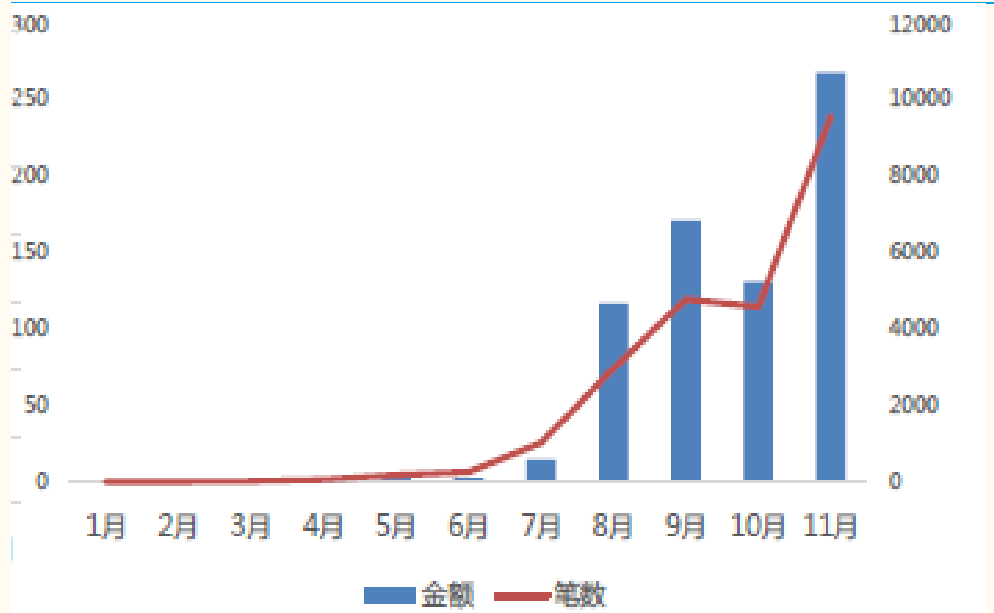
物流金融空间广阔

- 互联网金融业务全面展开。公司依据支付沉淀数据，开展保险、保理、小贷等金融业务，满足客户金融需求。

从 2015 年 7 月开始，伴随“人车商圈、放心付”等项目的启动，线上充值出现井喷。2015 年 1-10 月充值月均增幅 72%，消费月均增幅 71%。2015 年累计充值 1.78 亿，累计消费 1.77 亿。

- 共享经济崛起，空间广阔将改变世界：美国人口的 40% 已经积极参与共享房屋、汽车、和工具等。近期专车平台 Uber 融资 21 亿美元，估值达到 625 亿美元。2015 年 12 月，房屋共享网站 Airbnb 确认完成近 15 亿美元融资，估值达到 250 亿美元。两者未上市已受资本热捧，货运版滴滴也将呼之欲出。
- 行业天花板远未达到，未来利润有望达到数十亿元级别：公路货运标准化程度低，信用机制不完善，集聚车主与货主需要强大的线下能力。面对万亿级公路物流行业，作为行业整合者的传化股份，公路港 10 枢纽+170 基地全国布局，三大线上平台打造智慧物流，交易抽佣和物流金融服务具有巨大空间。

图表 8：互联网金融线上充值（笔、万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	3,354	4,095	5,030	5,768	8,053	10,584	货币资金	445	274	567	1,756	504	582	
增长率		22.1%	22.8%	14.7%	39.6%	31.4%	应收款项	1,106	1,447	1,774	1,834	1,929	2,092	
主营业务成本	-2,656	-3,228	-3,907	-4,446	-6,051	-7,235	存货	315	475	448	792	912	991	
%销售收入	79.2%	78.8%	77.7%	77.1%	75.1%	68.4%	其他流动资产	73	98	128	277	331	369	
毛利	697	868	1,123	1,322	2,002	3,349	流动资产	1,939	2,295	2,917	4,658	3,676	4,034	
%销售收入	20.8%	21.2%	22.3%	22.9%	24.9%	31.6%	%总资产	64.8%	63.1%	66.7%	59.5%	43.6%	38.7%	
营业税金及附加	-15	-18	-21	-46	-64	-106	长期投资	136	144	142	142	142	142	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.8%	0.8%	1.0%	固定资产	606	881	978	1,589	3,061	4,568	
营业费用	-203	-243	-282	-317	-483	-688	%总资产	20.3%	24.2%	22.3%	20.3%	36.3%	43.8%	
%销售收入	6.1%	5.9%	5.6%	5.5%	6.0%	6.5%	无形资产	246	244	293	1,292	1,397	1,501	
管理费用	-233	-263	-338	-444	-1,208	-1,799	非流动资产	1,053	1,339	1,459	3,173	4,765	6,391	
%销售收入	7.0%	6.4%	6.7%	7.7%	15.0%	17.0%	%总资产	35.2%	36.9%	33.3%	40.5%	56.4%	61.3%	
息税前利润 (EBIT)	245	343	482	515	246	756	资产总计	2,992	3,634	4,376	7,832	8,440	10,424	
%销售收入	7.3%	8.4%	9.6%	8.9%	3.1%	7.1%	短期借款	417	193	456	547	481	1,370	
财务费用	-28	-38	-65	-19	-27	-52	应付款项	419	537	623	935	1,368	1,621	
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	0.3%	0.3%	0.5%	其他流动负债	128	150	236	454	533	625	
资产减值损失	-17	-44	-52	0	0	0	流动负债	964	881	1,316	1,935	2,383	3,617	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	127	48	205	405	505	805	
投资收益	2	8	-4	2	3	4	其他长期负债	17	644	692	743	763	783	
%税前利润	0.8%	2.8%	n.a	0.4%	1.3%	0.6%	负债	1,107	1,572	2,213	3,083	3,651	5,205	
营业利润	201	269	361	498	222	708	普通股股东权益	1,636	1,760	1,843	4,388	4,346	4,685	
营业利润率	6.0%	6.6%	7.2%	8.6%	2.8%	6.7%	少数股东权益	249	302	320	360	443	535	
营业外收支	4	13	6	5	5	5	负债股东权益合计	2,992	3,634	4,376	7,832	8,440	10,424	
税前利润	205	282	368	503	227	713	比率分析		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
利润率	6.1%	6.9%	7.3%	8.7%	2.8%	6.7%	每股指标							
所得税	-37	-50	-80	-101	-45	-143	每股收益	0.316	0.354	0.435	0.129	0.035	0.170	
所得税率	17.8%	17.8%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	3.353	3.607	3.777	1.561	1.546	1.667	
净利润	169	232	288	402	182	570	每股经营现金净流	0.242	-0.415	0.691	0.143	0.210	0.312	
少数股东损益	14	59	75	40	83	91	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.050	0.050	0.050	
归属于母公司的净利润	154	173	212	362	99	479	回报率							
净利率	4.6%	4.2%	4.2%	6.3%	1.2%	4.5%	净资产收益率	9.44%	9.81%	11.52%	8.26%	2.27%	10.23%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.16%	4.75%	4.85%	4.63%	1.17%	4.60%	
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	8.29%	9.64%	10.94%	6.51%	3.08%	7.54%	
净利润	169	232	288	402	182	570	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	15.86%	22.12%	22.82%	14.68%	39.60%	31.43%	
非现金支出	60	109	123	94	134	199	EBIT 增长率	15.90%	39.95%	40.39%	6.86%	-52.18%	207.14%	
非经营收益	22	26	61	30	31	41	净利润增长率	2.50%	11.83%	22.97%	70.68%	-72.77%	385.50%	
营运资金变动	-132	-569	-135	-125	243	65	总资产增长率	25.79%	21.45%	20.43%	78.96%	7.77%	23.50%	
经营活动现金净流	118	-203	337	401	590	876	资产管理能力							
资本开支	-162	-199	-72	-1,805	-1,715	-1,815	应收账款周转天数	37.0	39.3	41.2	52.0	38.0	30.0	
投资	-59	0	-180	0	0	0	存货周转天数	47.6	44.7	43.1	65.0	55.0	50.0	
其他	-19	39	8	2	3	4	应付账款周转天数	31.5	34.8	36.3	45.0	50.0	50.0	
投资活动现金净流	-240	-160	-244	-1,803	-1,712	-1,811	固定资产周转天数	36.8	70.9	56.6	56.5	61.8	64.5	
股权募资	49	2	0	2,323	0	0	偿债能力							
债权募资	212	292	362	342	55	1,209	净负债/股东权益	5.22%	28.54%	33.17%	-3.82%	23.07%	42.46%	
其他	0	-126	-212	-74	-185	-196	EBIT 利息保障倍数	8.8	9.0	7.5	27.5	9.1	14.5	
筹资活动现金净流	262	167	150	2,591	-130	1,013	资产负债率	37.01%	43.26%	50.56%	39.37%	43.25%	49.93%	
现金净流量	140	-196	243	1,189	-1,252	78								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

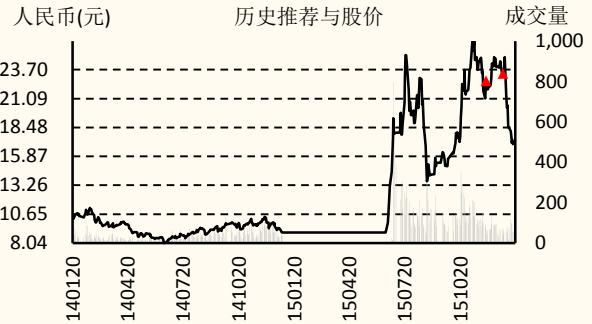
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-02	买入	22.20	25.00~27.00
2	2015-12-30	买入	23.39	25.00~27.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD